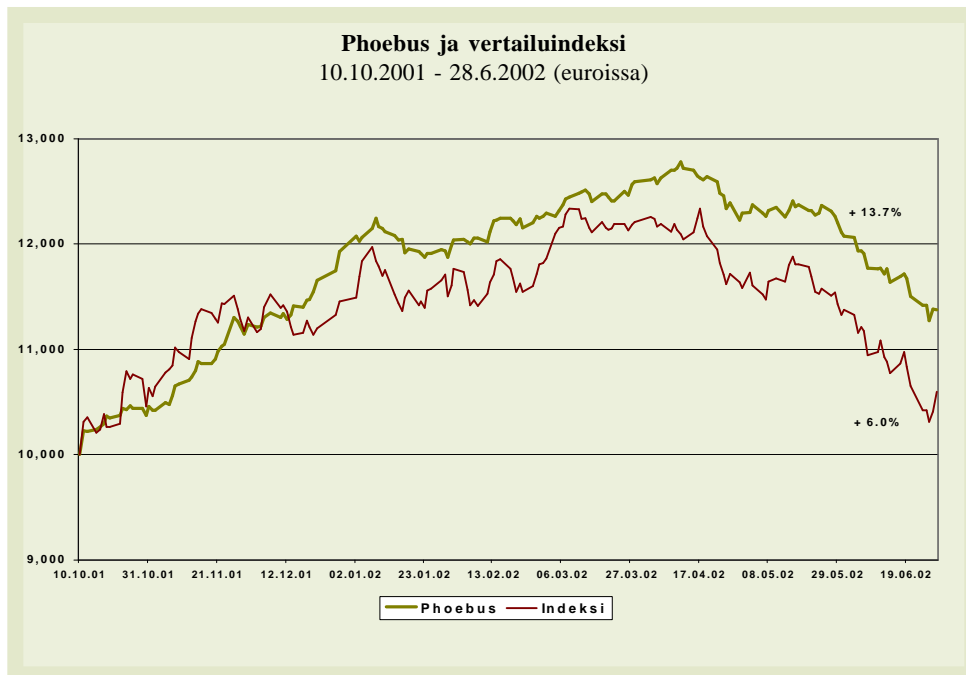


PHOEBUS NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 2Q 2002



RAHASTON KEHITYS

Toisen neljänneksen jälkeen olemme kaikki vähän köyhempiä. Kuitenkin Phoebus pärjäsi ilokseni markkinoita paremmin. Sen arvo laski 9,7% markkinoiden laskiessa 13,1%. Tämä tapahtui minusta huolimatta - itse asiassa neljänneksen aikana tekemäni kaupat huononsivat tuottoamme 1,9%. Uskon kyllä silti, että kaupat olivat järkeviä, mutta ajoituksen mestariksi minusta ei ole. Ei nyt eikä jatkossa.

Ei ole myöskään mitään takeita siitä, että Phoebus pitkällä tähtäimellä pärjäisi markkinoita paremmin, vaikka siihen pyrin. Pääinvastoin, kertoimet ovat meitä vastaan, johtuen rahaston hallinnointipalkkiosta ja sen maksamista kaupankäynnin palkkioista.

Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut 13,7% markkinoiden tuottaessa 6,0%.

VOIKO YHTIÖIHIN ENÄÄ LUOTTAAN?

Markkinoiden alavire heijastaa ennen kaikkea sijoittajien luottamuksen menetystä yritysten kirjanpidon oikeellisuuteen. Tämä on sinänsä erittäin terve ilmiö. Kirjanpito monessa yrityksessä on aika luovaa, vaikka sen pitäisi olla varovaista. Oleellisin asia sijoittajan kannalta on kuitenkin kuinka paljon rahaa liiketoiminta tuottaa osinkojen maksua varten eikä kirjanpitokäytäntö siihen vaikuta millään tavoin*. Kaikki yritykset kertovat jo nyt paljonko niillä on rahaa, ja paljonko niillä on velkaa.

Todellinen ongelma siis ei ole kirjanpidossa, vaan siinä, että kaikki yritysjohtajat eivät halua sijoittajien (tai ylivelkaantuneissa yhtiöissä pankkien) todella ymmärtävän mitä yhtiössä tapahtuu. Uskallan väittää, että Phoebusin sijoituskohteista tällaisia johtajia ei löydy. Pyrin sijoittamaan sellaisiin yhtiöihin, joiden tase on kunnossa ja joiden johto on avoin, itsenäisesti ajatteleva ja ehdottoman rehellinen. Tällaisten yritysten kirjanpito on yleensä myös melko konservatiivinen.

Hyvä esimerkki on Nucor Steel, joka on ehkä maailman paras teräsyhtiö. Sen johtaja Ken Iverson kirjoitti jo vuonna 1997 ilmestyneessä erinomaisessa kirjassaan "Plain Talk: Lessons From a Business Maverick" seuraavasti:

"These days, you can't swing a dead cat without hitting some corporate executive whining that Wall Street won't let him run the company for long term growth. But I say complaining is a waste of time. In the end, you have to choose your master - the investor or the speculator. What's the difference? Time.

Over a three-to-five-year period, the success and growth in equity of a business will be reflected in its stock price, rewarding the investor. Speculators, of course, believe in the fast buck. They wave the capital in your face and expect you to abandon common sense. The amazing thing is, it works! Time and again, executives dance to their tune. We refuse to do it."

Ken Iverson on Phoebus-mies; avoin, itsenäisesti ajatteleva ja pitkäjänteinen. Emme kuitenkaan omista Nucoria, koska pidän sen osaketta yliarvostettuna.

*Merck & Co:n liikevaihdon kirjaamisesta esitetyt kysymykset ovat sinänsä huolestuttavia, mutta tuskin vaikuttavat yhtiön tuloksen kirjaamiseen.

SIJOITUKSET

Osakemarkkinoiden lasku saa minut aina innostumaan. Jos tämä kuullosta hassulta, kannattaa miettiä mistä sijoittamisessa on kyse. Useimmat meistä ostavat mieluummin halpoja kuin kalliita hampurilaisia, mutta kaikki eivät aina miellä, että kurssilaskut ovat samalla tavalla pitkäjänteiselle sijoittajalle "erikoistarjouksia".

Uusia sijoituksiamme ovat Tellabs ja TietoEnator. Näistä amerikkalais-suomalainen Tellabs on erittäin vakavarainen telekommunikaatioalan laitetoimittaja, joka käsittääkseni on hyvin hoidettu. Alkusijoitukseni oli kuitenkin - onneksi - pieni, koska en ymmärrä yhtiötä tarpeeksi hyvin. Sen sijaan TietoEnator on palveluyrityksenä helpompi ymmärtää ja tiedän varmasti, että Matti Lehti on Suomen parhaita yritysjohtajia.

Tilannetta monimutkaistaa kuitenkin se, että suurin osa kurssilaskusta on rajoittunut teknologiaosakkeisiin. Toivelistallani on useita Nucorin kaltaisia fantastisia yrityksiä, mutta niiden hinnat eivät (ainakaan vielä) ole laskeneet järkeville tasoille.

Mitä vikaa teknologiayhtiöissä sitten on? Pyrin sijoittamaan vain sellaisiin yhtiöihin, jotka ovat alallaan selviä markkinajohtajia ja jotka tulevat olemaan sitä myös 5-10 vuoden kuluttua. Teknologia on vaikea ala, koska tuotteiden elinkaari on lyhyt ja yritysten kilpailuetu seuraavassa tuotesukupolvessa on erittäin vaikea hahmottaa.

Michael Dell osoittaa tämän loistavalla tavalla kirjassaan "Direct From Dell: Strategies That Revolutionized an Industry":

"Our company began the decade of the 1990s as the 25th-ranked computer company in the world, behind brands that you've probably forgotten or never even heard of - companies like Mitac, Tandon and Commodore. Today, 17 out of the top 25 computer companies in 1990 no longer exist. Our success - and the failure of many once-promising computer companies - reflects the incredibly rapid pace of change in the technology industry, and the danger that can come from not being quick enough to recognize, and respond to, new competitive forces.

I often wonder what new development will come along and totally change the face of our industry. You can be sure it will happen, it's just a question of when and what it is. The most important question to Dell is: Will we be able to identify it? Will we be able to take full advantage of it? How we navigate the inevitable changes in our industry will define whether Dell is a good company, or a truly great company."

Jos Michael Dell ei tiedä, pystyykö hän hahmottamaan muutoksia tarpeeksi nopeasti, olen täysin vakuuttunut siitä, etten minä ainakaan siihen pysty. Siksi en ole juuri uskaltanut sijoittaa teknologiayhtiöihin niiden voimakkaasta kurssilaskusta huolimatta.

Lopuksi tunnustus. Olen tehnyt syntiä - olen myynyt osakkeita! Kirjoitin helmikuussa, että Baltika-panimon kurssi oli lähes tuplaantunut. Myin osakkeemme kesäkuussa 117% voitolla. Sijoitamme pitkäjänteisesti, mutta jos osake tuplaantuu puolessa vuodessa, maalaisjärkeni sanoo, että se yleensä kannattaa myydä.

Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi



Phoebusin suurin sijoitus on **Tulikivi**, joka on kiehtonut minua kymmenisen vuotta. Tapasin yhtiön perustajan Reijo Vauhkonen ensimmäistä kertaa rakennusalan katastrofivuonna 1991, jolloin johto oli juuri alentanut palkkojaan ja henkilöstö suostunut muuttamaan lounasaikansa palkattomaksi, mutta Vauhkonen pyysi silti osakkeenomistajilta anteeksi, ettei voinut jakaa osinkoa! Kaikkien siitä kuluneiden vuosien aikana minulla ei kertaakaan ole ollut syytä muuttaa silloin syntynyttä käsitystäni, että yhtiö on Suomen parhaiten johdettuja.

Tulikivi on pieni yhtiö, mutta sen osuus maailman varaavien takkojen markkinoista on noin neljännes. Tämä on sinänsä harhaanjohtava luku, koska kaminat muodostavat yli 90% maailman uuneista. Varaava vuolukivitakka on aivan eri luokan investointi kuin kamina, joten Tulikivi kilpailee tavallaan omassa segmentissään. Sen uunit ovat niin sisustusratkaisuja kuin hyötylaitteita, jotka samalla säästävät energiaa ja luovat tunnelmaa. Kyseessä on itse asiassa kestokulutustavara eikä rakennuskomponentti. Siksi tärkeimmät kilpailutekijät ovat brandi ja jakelu, minkä Tulikivi on täydellisesti oivaltanut.

Vaikka rakennusmarkkinat eivät juurikaan kasva, Tulikiven kasvu on viimeisen 10 vuoden aikana ollut erittäin nopeaa (yli 13% vuodessa). Tämä johtuu ennen kaikkea viennin voimakkaasta kasvusta - se on 10 vuodessa seitsenkertaistunut ja edustaa yli 60% myynnistä. Saksa on tärkein markkina. Varaavien takkojen osuus markkinoista nousee edelleen, perinteisten kaminoiden kustannuksella. Kasvu edistää tuotteen luonnonmukaisuus, mikä sopii modernin kuluttajan "vihreisiin" arvoihin.

Kasvu on myös kannattavaa. Vuosina 1992-2001 käyttökate on keskimäärin ollut yli 20% liikevaihdosta ja sijoitetun pääoman tuotto yli 20%. Vahvasta kasvusta huolimatta kassavirta on riittänyt jatkuvasti sekä korkean osingon maksuun, uuden kaivoksen avaamiseen että pieniin yritysostoihin ilman velanottoa. Pääoman loistavan hallinnan takana on pitkälti talousjohtaja Arja Lehikoinen - hänkin pitkän linjan Tulikiviläinen (vuodesta 1984).

Yhtiö on viime aikoina profiloitunut "kivitaloksi" ostettuaan useita luonnonkiven jalostajia Suomessa. Tämä voi olla virhe, koska rakennuskivi ei luonteeltaan helposti voi olla kulutustavara, eikä brandilla ole samanlaista merkitystä kuin tulisijoissa. Reijo Vauhkonen osaaminen niin liiketoiminnan kehittämisessä kuin riskien hallinnassa on kuitenkin sitä luokkaa, etten menetä yöuniäni tämän takia.

Perheyhtiöissä on aina omat riskinsä. Tulikivessä kuitenkin tiedän, että pienomistajan asema on hyvä, vaikka Vauhkonen suku omistaa yhtiöstä enemmistön. Vuosien 1992-2001 yhteenlasketusta 15,36 euron osakekohtaisesta tuloksesta osinkoa on jaettu 7,03 euroa. Hallitus koostuu pitkälti ulkopuolisista asiantuntijoista. Ja, ennen kaikkea, perheyrittäjä antaa yhtiölle sekä vision että arvot.

Tulikivi on ollut meille huono sijoitus. Osakemarkkinat hermoilevat siitä, ettei tulos tänä vuonna kasva. Kesäkuinen tulosvaroitusta laski taas kurssia, vaikka se ei ollut yllätys - yhtiö on kertonut alkuvuodesta saakka avoimesti ongelmistaan, myös kun kävin toukokuussa Juuassa. Olen kuitenkin vakuuttunut siitä, että tuloksen lasku johtuu vain suhdanteista eikä muista ongelmista, jolloin tämä on loistava tilaisuus ostaa hyvän yhtiön osakkeita halvalla.

Ja osake on halpa. Vaikka yhtiö on lähes velaton, P/E laskettuna viimeisen 5 vuoden keskimääräiselle tulokselle on noin 8 ja osinkotuotto on noin 8%. Uskallan väittää, että tämän parempaa kivijalkaa en salkkuunne helposti löydä.

Vaikka yhtiö ei sitä myönnä, tänä vuonna on 100 vuotta siitä, kun **Coca-Cola** muuttui patenttirohdosta virvoitusjuomaksi, kun siitä poistettiin kokaani. Perspektiivi on huikea - ei ole aivan helppoa keksiä toista yhtiötä, joka on ollut alansa johtava vuosisadan ajan. Ei ainakaan samalla tuotteella! Tänään Coca-Colaa tarjotaan 425 miljardia pulloa vuodessa ja lähes kaikkien tutkimusten mukaan se on maailman vahvin tuotemerkki. Tämä on yhtiö Phoebusin makuun.

Coca-Colan ongelma sijoituskohteena on pitkään ollut sen erittäin korkea arvostus. Viimeisen viiden vuoden ajan sen P/E on ollut 45-50, joka on liikaa jopa loistavalle firmalle. Päätin kuitenkin ostaa meille osakkeita maaliskuussa. Kurssi (\$47) oli silloin laskenut 30% vuoden 1997 tasosta, ja arvostus oli noin P/E 26 kuluvan vuoden tulokselle.

Miksi kurssi on laskenut? Moni varmasti miettii, voiko näin menestynyt yhtiö enää kasvaa. Kysymys on hyvin relevantti varsinkin kun viimeisen 5 vuoden aikana liikevaihto on vuosittain kasvanut vain 2% vuodessa kun se edellisen 5 vuoden aikana kasvoi yli 10%. Tulos on molemmilla jaksoilla kasvanut noin 3 prosenttiyksikköä nopeammin.

Tämä ei kuitenkaan kuvaa totuutta, koska Coca-Colan myynnistä noin 70% tulee Pohjois-Amerikan ulkopuolelta. Dollarin vahvuus on siksi keinotekoisesti heikentänyt lukuja. Volyymin kasvu on itse asiassa säilynyt hyvänä, ollen 1996-2001 noin 5% vuodessa ja 1991-1996 noin 7%. Coca-Colan kulutus per capita Kiinassa on vain 9 pulloa vuodessa, kun se USA:ssa on noin 400, Euroopassa 100-200, Japanissa 170 ja jopa pimeimmässä Afrikassa 26 pulloa [myönnän, että tähän voi suhtautua kuten Douglas Adams mainiossa kirjassaan *So Long And Thanks For All The Fish*: "The Census report, like most such surveys, had cost an awful lot of money and didn't tell anybody anything they didn't already know - except that every single person in the Galaxy had 2.4 legs and owned a hyena"].

Kun dollari heikkenee, liikevaihdon kasvu tulee ylittämään todellisen volyymikasvun. Ja kun tällaisia vakaita yrityksiä yleensä arvostetaan nimenomaan suhteessa niiden kasvuun uskon, että Coca-Colan potentiaali olla meille tuottoisa sijoitus ainakin keskipitkällä aikavälillä on varsin hyvä.

Laadultaan yhtiö on omaa luokkaansa. Viimeisen 10 vuoden aikana liiketulos ei kertaakaan ole alittanut 20% liikevaihdosta ja sijoitetun pääoman tuotto on keskimäärin ollut huikeat 45%. Ainoat pienet kauneuspilkut ovat useat "kertaluonteiset erät" ja se, että pääoman kierto on viime vuosina laskenut.

Suurin riski piilee minusta johdossa. Näin iso firma on aina byrokraattinen eikä reagoi kovin nopeasti muutoksiin. Onneksi se kuitenkin toimii alalla, jolla muutoksia ei juuri tapahdu. Coca-Cola toki on välillä myös globalisaation vastustajien kynsissä, mutta en pidä sitä riskinä. Globalisaation vastustaminen on logiikaltaan kaiken yritystoiminnan ja taloudellisen kasvun vastustamista ja tulee aina pysymään pienten ääriyhmien harrastuksena.

Ostohetkestämme Coca-Colan kurssi on noussut dollareissa 20%, joten arvostus on taas yli P/E 30, dollarin heikkenemisen positiivisista tulosvaikutuksista huolimatta. En silti ole vielä myynyt osakkeitamme. Näin mainioiden yhtiöiden löytäminen on yksinkertaisesti liian vaikeaa.

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS

ARVOPAPERISIJOITUKSET 28.6.2002

	Määrä	Kurssi	Markkina- arvo EUR	Rahaston arvosta %
Tulikivi	27500	18,00	495 000	9,8%
JW Suominen	95000	5,20	494 000	9,8%
Stockmann A&B	34500	12,92	445 899	8,8%
Tamfelt pref	13700	28,00	383 600	7,6%
Exel	45000	8,50	382 500	7,6%
Lassila & Tikanoja	19000	19,00	361 000	7,1%
Instrumentarium	12000	25,15	301 800	6,0%
Fiskars A	30000	8,90	267 000	5,3%
Tietoenator	11000	23,34	256 740	5,1%
Vacon	15200	10,70	162 640	3,2%
Jaakko Pöyry	3000	18,29	54 870	1,1%
Kotimaiset osakkeet			3 605 049	71,2%
State Street	3500	44,49	155 727	3,1%
Merck & Co	2500	50,99	127 468	2,5%
Coca-Cola	2000	56,21	112 416	2,2%
Automatic Data Processing	2500	43,54	108 854	2,2%
McDonald's Japan (2702)	4000	26,39	105 548	2,1%
Tomra	12000	8,54	102 484	2,0%
Walmart de Mexico C	40533	2,29	92 639	1,8%
Air Liquide Japan (4086)	25000	3,55	88 802	1,8%
Robert Mondavi	2400	33,24	79 776	1,6%
Tellabs	10000	6,05	60 477	1,2%
Ulkomaiset osakkeet			1 034 190	20,4%
YHTEENSÄ osakkeet			4 639 239	91,7%
Käteinen			420 995	8,3%
RAHASTON ARVO			5 060 234	100,0%
Osuuksien lukumäärä (A-oikaistu)			445 002,70	
Arvo per A-osuus			11,371	